

中国重汽 (000951.SZ)

盈利低于预期，维持中性评级

——中国重汽预减公告点评

姓名 张立平
86-10-5836 2780
zhanglp@bhq.com

投资要点:

- 公司今日发布公告，预计上半年净利润从去年的 4.44 亿元下降至今年的约 1.6 亿元，基本每股收益 0.38 元，同比下降约 50-60%。
- 重卡销量同比下降导致竞争加剧是公司盈利大幅下降的主要原因；
1-5 月份，重卡全行业销量 22.1 万辆，同比下降 31%；
公司 1-5 月份销售重卡 32096 辆，同比下降 17%，好于市场整体；
行业总销量下降导致竞争加剧，钢铁等原材料价格带来的毛利率回升低于预期，我们估计公司产品毛利率提升 0.5 个百分点，但销售费用率应明显高于去年同期，导致盈利出现大幅下降；
- 展望：全年销量下降 5%，盈利下降 23%；
由于全年同期基数较低，下半年重卡销量同比高增长，从环比看，月度销量仍可以保持在高位，预计重卡全行业下半年销售 24 万辆，同比增长 50%，全年销售 51 万辆，同比下降 5-6%；
预计公司全年销售重卡 7400-75000 辆，同比下降 5% 左右；全年盈利 3.64 亿元，同比下降 23%；
- 下半年存在超预期可能；
目前，房地产投资出现明显回暖迹象，如果下半年房地产投资回暖超预期，会进一步拉动重卡需求，重卡销量及盈利情况存在超预期的可能，我们将密切关注行业动态并及时调整投资评级。
- 下调业绩预测，维持中性评级
调整公司 09-11 年 EPS 至 0.87、1.14、1.42 元，下调幅度分别为 22%、21%、17%；
公司盈利情况低于预期，当前股价对于 09 年 25.6 倍 PE，维持中性评级。

评级: 中性
上次评级: 中性
目标价: ¥
上次预测: ¥
当前价格: ¥22.28
2009.6.19

最近 52 周股价走势



公司简介

公司是国内最早的重卡生产商，目前已成为国内最大的重卡生产商，并逐渐成长为国际重卡市场的有力竞争者。

相关报告

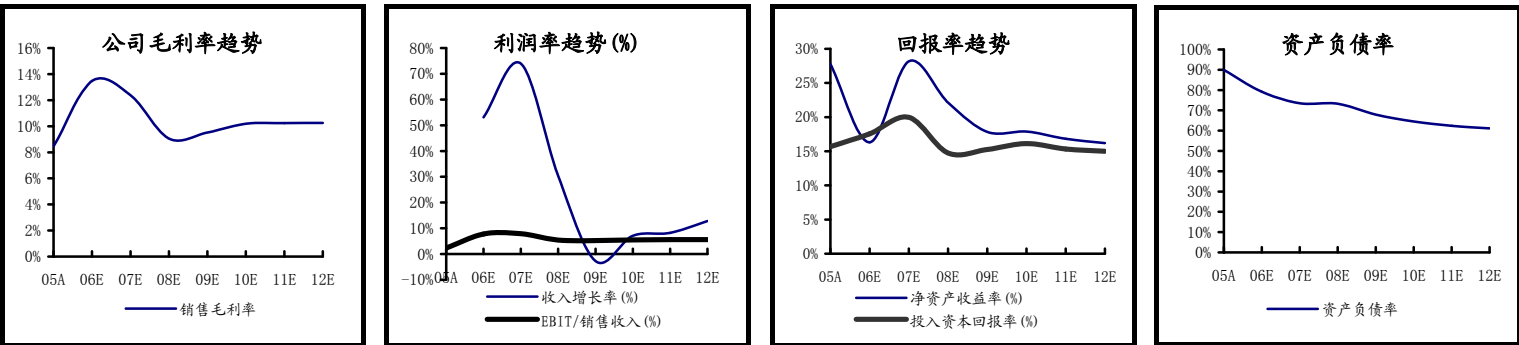
财务摘要 (百万元)	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
主营收入	17,335	19,193	18,418	19,794	22,342
(+/-)%	74%	11%	-4%	7%	13%
经营利润 (EBIT)	1361	813	743	902	1097
(+/-)%	75%	-40%	-9%	21%	22%
净利润	717	473	364	479	598
(+/-)%	81%	-34%	-23%	32%	25%
每股净收益 (元)	2.22	1.13	0.87	1.14	1.42
每股股利 (元)	0.00	0.00	0.15	0.26	0.34
利润率和估值指标	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
销售毛利率 (%)	12.38%	8.63%	9.08%	9.34%	9.69%
ROE (%)	28.17%	16.22%	10.91%	12.39%	13.22%
ROIC (%)	19.96%	9.05%	9.27%	10.66%	11.60%
PE	9.71	19.16	24.86	18.90	15.16
PB	2.74	3.11	2.71	2.34	2.00
EV/EBITDA	4.58	9.87	9.89	7.99	6.56

资产负债表	2007	2008	2009E	2010E	2011E	利润表（百万元）	2007	2008	2009E	2010E	2011E
货币资金	3518	4348	3684	3959	4468	营业收入	17335	19193	18418	19794	22342
应收票据	857	1354	1009	1085	1224	营业成本	15189	17538	16745	17946	20177
应收账款	561	680	606	651	735	营业税金及附加	14	0	18	20	22
预付款项	229	580	664	753	854	销售费用	482	529	589	594	670
其他应收款	41	22	21	22	25	管理费用	289	313	322	333	375
存货	2766	2526	2753	2950	3317	财务费用	128	24	135	103	101
其他流动资产						资产减值损失					
产	0	0	0	0	0		50	42	0	0	0
长期股权投资						公允价值变动收益					
资	0	0	0	0	0		0	0	0	0	0
固定资产	912	1064	1534	1791	1951	投资收益	0	0	0	0	0
在建工程	405	871	620	429	348	汇兑收益					
工程物资	0	0	0	0	0	营业利润	1183	747	607	799	996
无形资产	224	210	193	177	161	营业外收支净额	5	26	0	0	0
长期待摊费用						税前利润					
用	0	0	0	0	0		1188	773	607	799	996
资产总计	9605	11794	11083	11817	13084	减：所得税	259	154	121	160	199
短期借款	1672	3639	2432	2265	2407	净利润	929	619	486	639	797
应付票据	2228	2464	2294	2458	2764	归属于母公司的净利润	717	473	364	479	598
应付账款	1331	1340	1376	1544	1665	少数股东损益	212	146	121	160	199
预收款项	379	246	339	378	423	基本每股收益	2.22	1.13	0.87	1.14	1.42
应付职工薪酬						稀释每股收益					
酬	116	106	106	106	106		2.22	1.13	0.87	1.14	1.42
应交税费	-52	-65	300	300	300	财务指标	2007	2008	2009E	2010E	2011E
其他应付款	225	215	215	215	215	成长性					
其他流动负债											
债	0	0	0	0	0	营收增长率	74.0%	10.7%	-4.0%	7.5%	12.9%
长期借款	656	40	40	40	40	EBIT 增长率	75.5%	-40.2%	-8.7%	21.4%	21.6%
预计负债						净利润增长率	81.0%	-34.1%	-22.9%	31.6%	24.6%
负债合计	7058	8879	7744	7949	8563	盈利性					
股东权益合计											
计	2547	2915	3338	3868	4521	销售毛利率	12.4%	8.6%	9.1%	9.3%	9.7%
现金流量表	2007	2008	2009E	2010E	2011E	销售净利率	4.1%	2.5%	2.0%	2.4%	2.7%
净利润	929	619	486	639	797	ROE	28.2%	16.2%	10.9%	12.4%	13.2%
折旧与摊销											
销	115	140	166	188	205	ROIC	19.96%	9.05%	9.27%	10.66%	11.60%
经营活动现金流						估值倍数					
金流	-38	-88	1109	891	880						
投资活动现金流											
金流	-369	-755	-368	-238	-268	PE	9.7	19.2	24.9	18.9	15.2
融资活动现金流											
金流	998	1599	-1405	-379	-102	P/S	0.4	0.5	0.5	0.5	0.4
现金净变动	591	755	-664	275	510	P/B	2.74	3.11	2.71	2.34	2.00
期初现金余额											
额	3939	3518	4348	3684	3959	股息收益率	0.0%	0.0%	0.7%	1.2%	1.6%
期末现金余额											
额	4529	4273	3684	3959	4468	EV/EBITDA	4.6	9.9	9.9	8.0	6.6

DCF—WACC 输出

万元	2008A	2009E	2010E	2011E	2012E	2013E	2014E	2015E	2016E	2017E	2018E
EBIT	81342.2	74262.2	90178.4	109659.9	119459.7	129910.4	136028.1	138537.0	141180.8	143928.3	146759.2
所得税	19.97%	20.00%	20.00%	20.00%	25.00%	25.00%	25.00%	25.00%	25.00%	25.00%	25.00%
NOPLAT	65095.4	59409.8	72142.7	87727.9	89594.8	97432.8	102021.1	103902.8	105885.6	107946.2	110069.4
营运资金净变动	-43751.7	26167.1	-3803.6	-22257.4	-15931.6	-11467.7	-11174.8	-10760.6	-9241.9	-8804.3	-9844.1
资本支出	-61871.8	-36835.1	-23752.8	-26810.0	-29163.0	-31715.6	-33195.0	-33799.4	-34439.7	-35107.1	-35796.4
自由现金流	-26506.6	65351.4	63339.5	59155.6	66595.3	77937.6	82965.6	86315.3	90866.6	94420.1	96570.5

WACC	8.57%	Ke	12.1%	估值							
永续增长率	2.00%	Kd	4.1%								
终值	44090.1	t	20%				1.00%	1.50%	2.00%	2.50%	3.00%
企业价值	1511994.2	Rf	3%	WACC	7.07%	33.20	34.97	37.10	39.69	42.91	
非核心资产价值	368351.3	E(Rm)	0.1		7.57%	30.66	32.10	33.79	35.82	38.30	
债务价值	306765.71	Rm - Rf	7%		8.07%	28.48	29.67	31.04	32.67	34.61	
股权价值	1205228.5	D/A	25.3%		8.57%	26.60	27.59	28.72	30.03	31.59	
股本	41942.55	E/A	74.7%		9.07%	24.97	25.79	26.73	27.81	29.07	
每股价值	28.74	Beta	1.30		9.57%	23.52	24.22	25.01	25.91	26.94	
					10.07%	22.24	22.84	23.50	24.26	25.12	



渤海证券股票投资评级说明

- 1、买 入：未来 12 个月内股价超越大盘 15%以上；
- 2、中 性：未来 12 个月内股价相对大盘波动在-15%~15%之间；
- 3、卖 出：未来 12 个月内股价落后大盘 15%以上。

渤海证券行业投资评级说明

- 1、增 持：行业股票指数超越大盘；
- 2、中 性：行业股票指数基本与大盘持平；
- 3、减 持：行业股票指数明显弱于大盘。

重要声明：本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，不保证该信息未经任何更新，也不保证本公司做出的任何建议不会发生任何变更。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或询价。在任何情况下，我公司不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的担保。我公司及其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开发表之前已经使用或了解其中的信息。本报告的版权归渤海证券有限责任公司所有，未获得渤海证券有限责任公司事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“渤海证券有限责任公司”，也不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。

渤海证券有限责任公司研究所

所长·研究策划 周华敏 +86 22 2845 1869	副所长·基金 谢富华 +86 22 2845 1985	副所长·宏观策略 马静如 +86 22 2845 1665	副所长·行业 吴鹏飞 +86 10 5836 2786
商业旅游行业研究 陈慧 +86 22 2845 1135	电子信息行业研究 崔健 +86 22 2845 1618	交通运输行业研究 齐艳莉 +86 22 2845 1132	食品饮料行业研究 闫亚磊 +86 22 2845 1975
煤炭行业研究 张顺 +86 22 2845 1625	机械行业研究 李强 +86 22 5836 2766	有色行业（铝、小金属）研究 张延明 +86 22 2845 1653	石油化工行业研究 刘威 +86 10 5836 2155
医药行业研究 马霏霏 +86 22 2845 1945	金融行业研究 张继袖 +86 22 2845 1849	房地产行业研究 周户 +86 10 5836 2768	有色行业（贵金属、铅锌、铜）研究 靳海明 +86 10 5836 2778
汽车、航空制造行业研究 张立平 +86 10 5836 2780	通信、传媒、家电行业研究 张晓亮 +86 10 5836 2156	电力、电力设备行业研究 李新渠 +86 10 5836 2760	钢铁行业研究 马涛 +86 10 5836 2789
建筑建材行业研究 唐笑 +86 10 5836 2159	农、林、牧、渔行业研究 周军 +86 22 2845 1802	金融工程与权证研究 何翔 +86 22 2845 1808	股指期货与衍生产品研究 房振明 +86 22 8837 0816
股指期货与衍生产品研究 徐莉莉 +86 22 2845 1659	产品设计和可转债研究 章辉 +86 22 2845 1977	债券研究 徐华 +86 22 2845 1137	宏观策略研究 黄锋 +86 22 2845 1131
金融策略与创新、证券理论研究 吕玉忠 +86 22 2845 1857	策略研究 周喜 +86 22 2845 1972	营销主管 郭靖 +86 22 2845 1879	
博士后工作站:			
资产证券化研究 刘惠杰博士 +86 22 2845 1632	私募股权基金研究 黄亚玲博士 +86 22 2836 5293		

渤海证券研究所

天津

天津市河西区宾水道三号

邮政编码: 300061

电话: (022) 28451888

传真: (022) 28451615

北京

北京市西城区丰汇园 11 号楼东翼 1107

邮政编码: 100032

电话: (010) 58362786

传真: (010) 58362157

渤海证券研究所网址: www.ewww.com.cn